

法政大学学術機関リポジトリ
HOSEI UNIVERSITY REPOSITORY

市場は幻惑する : 経済危機と市場の本質

著者	竹田 茂夫
出版者	法政大学経済学部学会
雑誌名	経済志林
巻	78
号	4
ページ	137-164
発行年	2011-03-10
URL	http://hdl.handle.net/10114/6576

市場は幻惑する

——経済危機と市場の本質

竹 田 茂 夫

はじめに

バブルの崩壊過程では、大規模な不正や詐欺や（違法ではないにしても）極めて疑わしい金融操作が暴露されるのが通例である。1990年代に明るみに出た日本の銀行の不正融資や損失隠蔽のための会計操作、米国のITバブルが崩壊した後、次々に暴露された企業会計上の不正、そして今回の住宅バブル崩壊後に問題となった、住宅金融の略奪的貸付やデリバティブに関連した疑わしい金融操作などはその都度大いに問題とされた。

金融や会計の不正が明るみに出るのは、バブル崩壊過程の単なる随伴現象なのであろうか。それとも、市場原理そのものに不正や詐欺や幻想を生み出す傾向があるのか。本稿では、今回のグローバルな経済危機の端緒となった住宅バブルや、21世紀初頭のITバブルのなかからいくつかの例を選び、危機のなかに露呈した市場の本質を例示したい。

本稿の主張が（ロールズなどの）リベラリズムや現代経済学にとってどのような批判のポテンシャルをもちえるかという点に関しては結論部分で論ずるが、まず簡単に本稿の視点を要約しておこう。

市場原理とは本来、商品となるべき対象物（もの、ひと、こと）を、それが埋め込まれている背景や状況から切り取り、別の背景や状況へ運んで、そこにある対象物と置き換えるという方法である。市場原理とは、切り取

り、流動化し、置き換えるという一連の操作であると考えることができる。それゆえ、市場においてわれわれは対象物がどのように背景や状況に埋め込まれているか、切り取ることにどのような無理が伴うか、新しい状況にはたして適合させることができるかなどという問題はすべて括弧にいれて、いわば対象物の切断面にのみ注意を集中することになる。市場原理とは対象物（もの、ひと、こと）の内実には立ち入ることを避け、その外面にのみかかわるという方法なのだ。

このことから、売る側に対象物の見かけを操作するインセンティブが生じ（宣伝広告、粉飾決算、詐欺等）、買う側には見かけにのみ拘泥する傾向が生じる（願望の投影やステータス・シンボルとしての商品、記号としての消費等）。

たとえば、食品や日用品のような消費財であれば、それがだれによってどのようなプロセスで、どのような状況のもとで作られたかは度外視して、その有用性や、ほかの品物との置き換え可能性（価格）に注意を向けることになる。消費財の中身、つまりその生産と流通にまつわる諸々の事情（歴史的背景、流通プロセス、生産者の生活等）を積極的に無視することによってのみ市場原理は作動することができる。売買されるものが消費財であろうが、労働力や企業組織であろうが、あるいは臓器や性的身体であろうが、市場原理は同じ方法をとる。

市場では、われわれは対象物を切り取ると同時に、それを取り巻くコンテキストを切り捨て、われわれ自身をコンテキストから自由になった外面だけの存在として、つまり消費者や労働者や投資家や経営者のような仮面として互いに提示しあう。仮面同士のコミュニケーションは仮面の表面にとどまり、行為と反応と観察という一連の操作に還元される。この意味で、市場のコミュニケーションは無関心と情報縮減を特徴とする。市場の情報効率性を初めて明確に指摘したハイエクの議論は、このような無関心と情報縮減の裏面ではない¹⁾。

もの、ひと、ことの内実には問わず、その外面だけにかかわる市場原理は、

市場参加者が多数になり、市場参加者間の関係が複雑になってくると、無関心と情報縮減という特性が効率的な社会的意思決定方式としての本領を発揮するようになる。市場原理は、ますます複雑になるシステムの内部構造を不問に付し、市場参加者が自分の行為とシステムにおけるその効果の関係だけに注意を集中することを可能にするのである。

このような社会的意思決定方式がゲオルク・ジンメルが考察した「信頼」であり²⁾、市場メカニズムのなかでも金融市場でその原理が最も明確な形で現れる。信頼の原理では外面だけが重要であり、システムが表面上うまく作動しているように見えれば、それ以上システム内部に立ち入る必要はない。「信頼」とは、ジンメルによれば、弱い帰納的知識である。

「信頼」は一面では、情報効率的な社会的意思決定方式であり、コミュニケーションの行為（身体や言語を媒介とする意思疎通行為）にともなうあらゆる時間的・心理的・社会的コストを招くことなく、膨大な数の参加者の錯綜した思惑と行為を調整できる仕組みである。近代の金融システムの歴史をみると、「信頼」が市場の拡大にともなう信用供与のはたらきを支えてきたことがわかる。たとえば、18世紀や19世紀のイングランドでは、長年の取引関係をもつ商人たちの共同体を基礎として、為替手形や約束手形などの信用供与のシステムが出来上がっていたのである³⁾。

しかし、他方、かつては濃密な人間関係を基礎とした「信頼」が、市場規模の拡大とともにより抽象的な「システムへの信頼」に置き換わっていくと、「信頼」の基盤は次第に脆弱なものになり、状況の変化次第で簡単に覆ることになる。ここに市場で（特に金融市場で）伝染や群集行動が頻発する理由があり、一国規模の市場に対応できる大きさを持つ想像の共同体、つまり国家の介入を必要とする理由がある。

1) F.A.Hayek, "The Use of Knowledge in Society," *American Economic Review*, 35-4 (1945), 519-530.

2) G.ジンメル『ジンメル著作集2. 貨幣の哲学（分析篇）』白水社、1981年、pp.238-243.

3) 竹田茂夫『信用と信頼の経済学』NHK出版、2001年。

ウォール街の名士，稀代の詐欺師

今回の危機では、意外な事実がつぎつぎとあきらかにされた。そのなかでもバーナード・メイドフのネズミ講は、人々を驚愕させる事件であった⁴⁾。メイドフは、富裕な個人や銀行や機関投資家から出資を募って投資ファンドを運営したが、名人芸と思われた投資業の実態は、先に投資したものの収益を、後に投資したものの払い込み金から調達するという、文字通りのネズミ講であった。よく知られているように、ネズミ講は会員規模が拡大し続ける限り破綻しない。事実、このネズミ講が破綻したのは、2008年9月のリーマン・ショック以降の株価暴落をきっかけにして、メイドフのファンドに投資していた投資家たちが資金を引き揚げ始めたからである。

われわれを驚愕させたのはメイドフのネズミ講の規模もさることながら、張本人がウォール街の名士であったことである。上場株の場外取引システムの先駆者にしてナスダック会長であり、安定的な高収益率を誇る投資ファンドの運営者でもあり、福祉財団・慈善団体・大学の理事に名を連ねるなど、多くの公的な顔をもっていた人物が、実は純然たる詐欺師であったことにわれわれは驚いたのである。

FBIの犯罪者プロファイリングに携わってきた専門家によれば、メイドフは精神病者に典型的にみられるような特徴——嘘、ごまかし、詐欺、誇大妄想、犠牲者に対する無関心——をもっているように見えるという⁵⁾。

ウォール街の名士という表の顔と悪質な犯罪者という裏の顔。しかも、自白によれば、ネズミ講を始めたのは1990年代初めからだという。それ以来このネズミ講は摘発されず、しかも17年間年率10パーセント以上の収益を上げていたという。規制当局やこのファンドに投資した人々に気づかれ

4) 以下の記述はNew York Times, Wall Street Journal, Economist等の記事による。

5) New York Times, 1.24, 2009.

ずに、このようなネズミ講を続けることが一体可能なのだろうか、というのは自然な疑問であろう。確かに、メイドフの投資ファンドは一種の家族ビジネスとして運営され、出資者もメイドフとの個人的つながりや富裕ユダヤ人社会の口コミを経て投資していたようであり、巨大なアメリカの投資ビジネスの微小部分にしか過ぎない。いつの時代でも、バブルにネズミ講はつきものであり、メイドフ事件はそれ自体目新しくもないともいえる。

しかし、なぜメイドフのネズミ講は長い間摘発されなかったのか。メイドフ逮捕後（2008年11月）の報道によれば、規制・監督当局内外のホイッスル・ブローアーが何度も警告を発したという。メイドフの投資ファンドには一見して不審な点が数多く見出されるのにもかかわらず、警告はことごとく黙殺され、結局当局による徹底した調査は行われなかった⁶⁾。

もちろん、これには、メイドフが業界団体や規制・監督官庁に近づき、さまざまなレベルの規制者と親密な関係を築いていたことも大いに与っているだろう。規制者が規制対象に取り込まれてしまう、規制の捕囚（regulatory capture）という見慣れた現象である。しかし、それだけだろうか。むしろ、メイドフのビジネスから何らかの利益を得ていたものは、その実態を見たくなかったからではないだろうか。

メイドフは比較的高齢にもかかわらず（2009年の判決当時71歳）、その犯罪の悪質性と、この種の裁判では出されることの多い減刑嘆願書がかれる場合に皆無であったことを理由として、懲役150年という判決が出された⁷⁾。この刑期の長さには、外面だけに関心をもつことを許す市場原理の心地よさ、実体を見ずに外観だけに満足したいという願望を、あからさまなやり方で裏切ったメイドフに対する憎悪が表れている。

6) New York Times, 11.7, 2005.

7) New York Times, 6.29, 2009.

時価総額という虚像

メイドフが逮捕されるまで、ホワイトカラー犯罪のうちでもっとも有名なもののひとりに、2000年代初頭のITバブル崩壊後に破綻したエンロン社のジェフリー・スキリングという人物がいる⁸⁾。

スキリングが関与する前のエンロンはテキサスのローカルな会社で、天然ガスのパイプライン網を所有していたが、1990年代にエネルギー産業で規制緩和が進行すると並行して事業規模を急速に拡大し、アメリカだけでなく全世界的な規模で、電力・石炭・紙パルプ・上下水道・ブロードバンドなどの新しい分野へ進出していこうとしていた。

エンロンのビジネス・モデルは、パイプライン網を有効に活用して天然ガスの供給者と需要者を結びつける流通システムをもとにしている。エンロンは、それぞれ供給者や需要者と固定価格で長期契約を結んで、それを収益の柱としたが、長期固定価格契約と短期的な価格変動から生じるリスクや契約相手にまつわる信用リスクを金融市場におけるデリバティブによって処理するという、当時としては斬新な方法によって大成功を収めた。

このビジネス・モデルが機能するためには、それぞれの市場や事業で長期的な価格予測、収益や損失の予測、規制緩和の動向やカントリー・リスクのような難しい予測をする必要がある。たとえば、インドにおけるエンロンの巨大事業であるダボール発電所 (Dabhol power plant) の管理運営契約は20年契約であり、電力需要の長期予測や州政府の政権交代などの政治的リスクの予測は極めて困難であることが当然予想される (事実、この事業は失敗に終わった)。

スキリングの役割が重要なのはこの点においてである。1980年代に経営コンサルタントとしてエンロンの天然ガス先物市場創設に関与したスキリ

8) エンロンとスキリングに関しては、B. McLean and P. Elkind, *The Smartest Guys in the Room*, Portfolio, 2003; L. Fox, *Enron: The Rise and Fall*, John Wiley & Sons, 2003; K. Eichenwald, *Conspiracy of Fools*, Broadway Books, 2005等に依った。

ングは、1990年にエンロンに経営者として迎え入れられるが、1990年代後半のITバブルと株価至上主義の雰囲気の中、次第に事業が実際にもたらす収益性から、株式市場における自社の評価に視点をずらしていく。その際に利用したのが、マーク・トゥー・マーケット（MTM）という会計手法と特別目的事業体（SPE）という法的擬制であった。

MTMの本来の目的は、企業の資産と負債を帳簿価格ではなく、時価で評価することによって、投資家に「本当の」企業価値に関する情報を与えることにあった。しかし、時価で評価するためには、評価対象となる資産や商品が実際に市場で取引される、つまり、異なる将来予測やリスク態度をもつ多数の投資家たちによる集会的意思決定として、市場価格が決まることが前提となる。したがって、取引されない資産や商品を強いてMTMで評価しようとするれば、市場評価を擬制しなければならない。たとえば、これから20年も継続する事業の価値をどのように時価評価すればよいのであろうか。もちろんそのような長期の事業を取引する市場などない。そこで、今後20年間にわたる収益と費用の流れを予測し、適切な割引率で割り引いて「割引現在価値」を計算することになるが、あらゆる入手可能な情報を集めても、恣意的で主観的な判断が不可避であることは明らかである。

スキリングはここに注目して、もっとも楽観的な収益と費用の流れと割引率を前提し、そこから時価を割り出して、長期契約の価値として呈示するのである。さらにこれをSPEに形のうえで売却してしまえば、20年契約の事業の価値を、つまり今後20年間の不確実性にあふれた収益と費用の流れを、(数字のうえでは確定した) 今期の本社の収入として世間に公表することになる。さらに、進行中の長期事業がたとえ損失を出し続けていたとしても、将来収益の流れに関する予測を操作すれば、見かけの上でエンロンの収益をいくらでも大きくみせることができる。これにともなって、エンロンの株価は上昇し続ける。破綻する一年前の2000年末に、エンロンの株価総額は約600億ドルで、全米の企業のうちでも第7位となり、フォーチュン誌で6年続けて「全米でもっとも革新的な企業」に選ばれている。

特別目的事業体SPEはペーパーカンパニーであり、本来の目的は企業が行う特定の事業に投資する投資家を、企業本体の破綻から保護することであった。つまり、企業本体と法的に区別する（別会社にする）ことによって、企業本体がたとえ破綻しても、SPEの扱う事業から得られる収益は投資家に帰属させる仕組みである。もちろん、SPEが別会社である（連結子会社ではない）ためにはいくつかの条件がある。たとえば、企業本体以外の第三者の投資家が、全体としてSPEの資産の3%以上の出資をしなければならない。

スキリングやその配下のCFOのファストウが中心になって、エンロンは2001年の破綻時までに無数のSPEを作ったが（一説には3000ものSPE）、その本当の目的はまさに損失隠しであった。2001年になると、多くのSPEの実態が実は連結子会社であったことが暴露され、4年前までさかのぼって会計報告を訂正せざるをえなくなり、それをきっかけにして株価が暴落し、12月にエンロンは破綻したのである。

スキリングは、MTMという市場評価のフィクションを用いて複雑な長期契約を現在価値へ還元し、SPSという法的フィクションを用いて、その現在価値を今期の収入として実現した、つまり長期契約関係をスポット市場における売買関係へ還元したことになる。二つのフィクションを用いて、不確実性に満ちた複雑な社会関係を外見上は単純な商品として売買したわけだ。

2001年2月にエンロンのCEOになると、スキリングの市場マニアはさらに亢進して、利益にむすびつかない実物資産はすべて売却して、必要な資産はさまざまな契約関係を張り巡らすことによってその用益だけを調達し、最終的には天然ガスと電力の取引市場として機能するようなビジネス・モデルを提案した。企業組織を市場（契約関係の束と価格メカニズム）へ還元しようとしたのである。

スキリングがこのように苦心して引き上げようとした株価とはなんだろうか。株式会社の時価総額や資産価値とはなんだろうか。

一般に、価格体系とは、多数の商品（たとえば、多数の種類の株式）のある組み合わせと商品空間におけるその近傍の交換可能性を線形近似した比率という以上の意味を持たない。つまり、現行の取引数量をわずかに変更するときに、どのような交換比率で任意の二財を交換すればよいのかという問いに市場価格体系は答えるのであり、現行の取引数量から遠く離れた商品束における交換比率に関してはなんの意味もない。現代経済学のなかでも最も神学的な定理は、きわめて限定された非現実的な想定のもとでのみ、市場価格は均衡価格体系（つまり需給一致や利潤最大化を実現する価格体系）であることを保証するに過ぎない⁹⁾。実際の市場価格がこのような均衡価格である可能性はほぼゼロである¹⁰⁾。

株式市場に即していえば、株価が意味するところは、現在の取引状況で、ある株をわずかに（つまり既発行額にくらべて無視できるほど小さい額で）取引する場合に、成立する交換比率なのだ。端的にいえば、株価総額は、実際にその金額で当該企業を売買できる金額とは異なる。実際、TOBの噂だけで、乗っ取られる会社の株価は高騰するのが普通である。

さて、エンロンの場合にも、企業犯罪を予防すべき数あるゲートキーパーはことごとく失敗した。エンロン内部の監査委員会には、国際的に著名な経済人が集められていたが、まったく機能しなかった。委員の一人は皮肉にも、スタンフォード大学ビジネススクールのもと学部長で、会計学者として評価の高い人物であった。外部監査を担当する会計事務所（アーサー・アンダーセン）も、アナリストたちも、利益相反（監査や分析の対象となる企業から報酬を得る）の立場に置かれると、やすやすと自らの職業倫理を裏切った。エンロンに投資した機関投資家のファンド・マネジャー

9) 1950年代に戦後の数理経済学者第一世代が解いた問題である。その成果はG. Debreu, *The Theory of Value*, 1959で集大成された。

10) 一般均衡の存在と安定性は多くの解決不可能な問題にぶつかる。A. Mas-Colell et al., *Microeconomic Theory*, Oxford Univ. Press, 1995. 特に、一般均衡の安定性に関しては、同書 pp.598-606, The Sonnenschein-Mantel-Debreu Theorem参照。

たちも、短期的な利益の追求という彼らに課された役回りに埋没して、エンロンの実態を深く見ることなく、上昇し続ける株価に幻惑された¹¹⁾。エンロンの創始者であり、会長でもあったケネス・レイが政治家に近づき、エネルギー市場の規制緩和を目指して強力なロビー活動を行ったことも、規制者の失敗の一因であることもよく指摘される事実である。

エンロンはパイプライン網というエネルギー産業の裏方から出発し、SPEのような法的技術とデリバティブのような金融技術の組み合わせで、つまり巧妙に市場メカニズムを取り込むことで目覚ましく成長したが、次第に事業の収益性よりも株式市場に映る自分の映像、つまり株価総額という虚像を追い求めること自体が目的となり、最後に虚像がはげ落ちると、株価暴落という抵抗しがたい市場原理によって破綻した。

スキリングは一大企業犯罪の首謀者だったのか、それとも市場原理に幻惑されて事業 (enterprise) というものの意味を見失った小心な経営コンサルタントだったのか。

略奪的貸付——サブプライム危機の裏の顔

今回の金融危機の発端となったアメリカの住宅ローン市場で実際になにがあったのか。金融危機には多くの伏線がある。

1930年代のニューディール時代に起源をもつ住宅建設促進のための準公的な金融機関による証券化という制度、1980年代から1990年代へ加速した金融の規制緩和の動向、IT革命と規制緩和が生み出した技術的・制度的な金融革新、ITバブル崩壊後の景気後退に対処するための超低金利政策等、複数の要因の交錯するところに、サブプライム・ローンがうまれた。特に、注目すべきは、黒人やヒスパニック系住民が暮らす少数派コミュニ

11) J.C. Coffee, *Gatekeepers: The Role of the Professionals and Corporate Governance*, Oxford Univ. Press, 2006.

ティをターゲットにした略奪的な貸出、つまりもっとも泥臭い詐欺的商法と、最先端の金融工学を駆使した証券化技術が結びついたことである。この奇妙な組み合わせが住宅バブルに火を注ぎ、バブル崩壊後に住宅の差し押さえの波を生みだしただけではなく、グローバルな金融危機と経済危機のきっかけとなったのである。

サブプライム・ローンとは、過去の滞納歴や所得や資産の点からみて、通常のプライム・ローン（典型的には固定金利の30年ローン）を借りることのできない者も、より高金利の条件のもとで借り入れることのできるローンを指す。1990年代に住宅ローン市場では、サブプライム・ローンは小さな割合であったが、2004年から急速に拡大し、住宅バブルのピーク時の2005年、2006年には全米で年間約3兆ドルの住宅ローン貸付総額のうちの約20%をサブプライム・ローンが占めるにいったが、2007年以降、急速に縮小した¹²⁾。

サブプライム・ローンを提供したのは、住宅金融専門のノンバンクやブローカー、それにメガバンクや投資銀行の住宅金融部門であった。住宅価格の持続的上昇（バブル）のもとでは、サブプライム・ローンに特徴的な延滞や破綻の高リスクは顕在化しないので、本来住宅ローンを借りても返済することは到底不可能であるはずの低所得者や長期失業者もローン勧誘の対象とすることができる。さらに証券化の制度を利用して住宅ローン債権を手放してしまえば、ローン提供者（オリジネーター）は個々のローンの内容を吟味する必要はなくなるように見える（この論点は後述）。このような背景のもとで、サブプライム・ローンの提供者たちは契約時や借換時の手数料や委託料を稼ぐために、ローンの返済可能性をほとんど顧慮しないような略奪的貸付predatory lendingに奔ったのである。

略奪的貸付とは具体的にどのようなものであったか。アメリカ東南中央

12) それに対して、おもにGSE（後述）が提供する通常のプライム・ローンは、2003年以前は住宅ローン総額の約6割以上を占めていたが、2005年と2006年には住宅ローン総額の三分の一まで縮小した。

部のテネシー州最大の都市メンフィス市の、ウェルズ・ファーストに対する告訴状（2010年4月）から、略奪的貸付の手口を垣間見ることができる¹³⁾。ウェルズ・ファーストとは、バンクオブアメリカ、シティグループ、JPモルガン・チェイスとともにアメリカの四大銀行のひとつで、多くの業態を横断する総合金融機関である。メンフィス市の人口は約67万であるが、その6割ほどは黒人であり、ヒスパニック系でない白人の比率は約三割である。メンフィス市の居住区は人種的に分断されていて、明確に黒人居住区と白人居住区を区別できる。

ウェルズ・ファーストの現地住宅金融部門は、まず黒人居住区を選び、その地域で影響力の大きい人物（牧師など）に狙いを定め、甘言を弄して住宅ローンを組ませるのである。それが成功すれば次々にその黒人居住区の住民をサブプライム・ローンに勧誘していく。サブプライム・ローンの典型的な手口として、ローン返済の初めの二年ほどは低金利にして、その後は急激に金利が上昇するような変動金利ローンを提案したり、住宅ローン以外のローン（クルマ、奨学金、クレジットカード等）をまとめて住宅を担保にするあらたなローンを組ませたり、手数料収入を確保するために頻繁にローンの借換を推奨したり、本来不必要なローン保険に加入させたりする。

従来、金融サービスから意図的に排除されてきた黒人コミュニティの住民は、必ずしも金融に関する経験や知識（フィナンシャル・リテラシー）が十分ではない。しかも、所得と資産の面で、白人といまだに大きな格差がある黒人には、アメリカン・ドリームである一戸建て住宅への願望が強い。ウェルズ・ファーストはそこに付け込んだのである。銀行の担当者たちは、黒人コミュニティへのこのような貸付を「ゲッター・ローン」と呼び、みずからの顧客をmud peopleと呼んだ。

略奪的貸付の結果はどうなるか。ひとたびバブルが崩壊すれば、延滞や

13) City of Memphis v. Wells Fargo, Case No. 2:09-cv-02857x-STA-dkv Document 29.

差し押さえが続出するであろうことは明らかである。事実、告訴状には、黒人居住区とサブプライム・ローンの頻度が高い地区とバブル崩壊後に差し押さえの頻度が高い地区とがきれいに一致することが示されている¹⁴⁾。

略奪的貸付は、従来のレッドライニング——黒人やヒスパニック系などのマイノリティが多く住む地区を特定し、その地区の住人には基本的な金融サービス（送金、決済、預金など）を提供しないという経営方針——を正確に逆転するのである。サブプライム・ローンの実態とは、ローンの返済可能性について、貸す方が借りる方より情報優位であるといった倒錯したケースである。サブプライム・ローンとは、逆立ちした「情報の非対称性」なのだ。そのような場合に市場は失敗するのではなく、市場はその真の顔——強者は弱者から搾り取る——を曝け出す。

証券化——リスク分散という幻想

略奪的貸付は結果としてマイノリティの資産形成を妨げ、彼らのコミュニティに深刻な打撃を加えただけではない。金融システムの反対側でも、サブプライム・ローンは金融危機の発端となる。

従来、アメリカの住宅ローン市場では、準公的な金融機関が大きな役割を担ってきた。具体的には、政府支援企業GSEである通称ファニー・メイとフレディ・マックが住宅ローン債権を買い取ってプールし、その債権プールが生み出す収益の流れをもとにして住宅ローン担保証券MBSを発行して、投資家に提供することによって資金調達を行うというビジネス・モデルで、おもに中産階級の住宅建設を促進してきた。この二つのGSEはまた、民間の住宅債権の保証ビジネスでも間接的に住宅建設を支援してきた¹⁵⁾。

証券化はこのビジネス・モデルを原型としている。銀行の証券化部門は、

14) op.cit. p.23.

民間のオリジネーター（ローン提供者）から、サブプライム・ローンを含む住宅債権を買い取り、それをSPEにプールする。債権のプールとは事実上、延滞リスクや債務不履行リスクをともなった、見込み収益（現在から将来にかけての収益の流れ）の束であるから、それをいわば横に切り分けて、リスクのもっとも低い上澄み液、リスクのやや高い中間層、そしてリスクのもっとも高い沈殿層に区別する。返済順序が最も高い上澄み液（シニア・トランシェ）はほぼ確実に元本は保証されるが、収益率は低い。中間層（メザニン・トランシェ）は支払い順序の低い劣後債で、収益率はやや高くなる。沈殿層（エクィティ・トランシェ）は支払い順序のもっとも低い部分で、ハイリスク・ハイリターンである。それぞれのトランシェについて、格付け会社に格付けをしてもらったうえで、MBSとして投資家に販売するわけである。こうすれば、投資家のリスク回避と選好に応じて、多様な証券を提供できる。そしてなによりも、従来のようにオリジネーター自身がローン債権を持ち続けて、そのリスクをすべて負担する（originate and hold）のではなく、証券化によって資本市場で広く薄くリスクを分担する（originate and distribute）ことができるかのように見える。

これは一時期、画期的な金融革新と考えられ、この手法による証券化が大規模に行われた。2004年から2005年・2006年にかけて、民間主導のサブプライム・ローンが急増したのに対応して、発行額ベースで見て、民間金融機関のMBSは、政府支援企業GSEのそれを凌駕したのである¹⁵⁾。

さらに、この証券化の方法は、住宅ローン債権以外にも応用可能なのは明らかで、確定した収益の流れを期待できて、破綻リスクの確率分布が推定できるものであれば、原理的にどのような債権のプールにたいしても、

15) 2007年終りから2010年の第二四半期にかけて、二つのGSEの資本棄損は総額2260億ドルであったが、その7割以上が一戸建て住宅ローンの保証ビジネスの損失によるものである。二社は2008年9月に政府から資本注入を受けて、政府管理下に入った。Federal Housing Finance Agency, *Conservator's Report on the Enterprises' Financial Performance, Second Quarter 2010*, Aug.26, 2010.

16) op.cit., p.5, Figure 1.2.

MBSのような証券を資本市場に向けて発行できるはずである。実際、住宅ローンをはじめとして、クルマのローン、航空機のリース、商業用不動産、消費者ローン、クレジットカード債権、学生ローンなどをもとにして、証券化がひろく行われた。さらに、このように証券化されて生み出された資産担保証券ABSをもとに第二次の証券化を行うことも可能である。それらは総称して債務担保証券CDOと呼ばれる。

さて問題は、このような証券化によって、金融仲介部門がリスクを手放して、資本市場で広く薄く、多くの投資家によってリスク分担が行われたかどうかである。一見すると、銀行がスポンサーであるSPEの発行したMBSやCDOを資本市場で多くの投資家が保有するのであるから、リスク分担が行われたかのように見える。だが、MBSを売り切るまでは、スポンサー銀行はそれを保有するのが普通である。また、証券化したといっても、債権プールそのものはSPEに残るのである。確かに、法的にはSPEはスポンサー銀行とは異なる法人であり、SPEからスポンサー銀行へ償還請求権が及ばないようにになっている。しかし実際には、スポンサー銀行は自社のSPEの破綻を避けるように支援をすることが普通であり、投資家もそのような暗黙の了解のうえにたっていると考えられる。したがって、たとえばサブプライム・ローンが不良債権の山となってしまった場合には、結局スポンサー銀行の損失・資本棄損となるわけだ¹⁷⁾。

つまり、証券化によってサブプライム・ローンのリスクは、銀行から切り離されるのではなく、投資家にリスクの一部を広く薄く負担させつつも、銀行自身にリスクが集中することになる。この状況は、金融危機の際に、オリジネーターが住宅ローン債権を持続ける（originate and hold）場合よりも一層厄介なものになる。なぜなら、従来のモデルでは伝染は銀行システムに限定されるのにたいして、証券化の場合には伝染は影の銀行シス

17) この論点はHyun Song Shinによって強調された。たとえば Hyun Song Shin, "Securitisation and Financial Stability," *The Economic Journal*, 119, pp.309-322, March 2009.

テムから資本市場や貨幣市場へ拡大していくからである。

流動性の枯渇

流動性は経済学の基本概念のひとつであり、流動性を測るための経験的尺度もいくつかあるが、経済学主流派の枠組みでは極めて捉えにくい現象である。流動性の教科書的な定義は、元本の価値を損なわずに、取引費用を伴わずにただちに資産を支払い手段に転換できる性質、あるいはその程度というものである。しかし、このような定義では流動性はどのような場合に生成し、どのような条件のもとで枯渇するのか、流動性とは結局何かという本質的な問いを立てることはできない。流動性の本質が理解できなくても、金融システムに波乱がない場合には、流動性は市場参加者や政策当局にとって特に問題とならない。しかし、金融危機の場合には、金融システムに関するメカニカルな理解を拒否するような、予想もしなかった形で流動性の本質が露呈する。

流動性という現象が現代経済学で把握できないのは、その基本的な枠組み——主観的選好（嗜好）や合理的思考という内的核をもつと想定される孤立した個人が、外界から取り入れた客観的情報をもとに判断し行動する——から、流動性はもっとも遠い現象だからである。流動性はむしろ、さしたる根拠はないもののわれわれの行動を左右しているかのように見える、将来の予感や不安や周りの雰囲気の察知、突発的な事態の変化にたいする身体的な反射行動などといったものに関連している。

現代経済学が流動性をとらえられないもう一つの理由は、金融システムや市場メカニズムの作動方式が客観的情報の伝達にあるのではなく、すでに述べたように、「信頼」という独特の社会的意思決定方式であることを認識できないからである。「信頼」とは、考慮すべき要因が複雑すぎて容易に因果関係を同定できないようなシステムに直面した（あるいはそのようなシステムに放り込まれた）諸個人が、どのように相互行為を調整したらよ

いのかという問題に対する最もプリミティブな（しかし最も便利な）方法である。つまり、見通し難いシステムに対して（あるいはそのようなシステムのなかで）、一連の試行錯誤を通して、自分の行為とその結果に対応をつけることができれば、行為と結果との論理的因果関係を不問に付して、両者の間に安定的なシステム的な関係があるものと想定できる。クルマやパソコンの内部構造や作動原理を知らなくても、機械が故障しない限りわれわれは機械を使いこなせるし、株式市場が正常に機能している限り、少額の株の売買にはなんの問題もないであろう¹⁸⁾。

今回の危機でも最も意外だったのは、2007年の夏以降、欧米の金融市場で流動性の著しい低下が見られ、2008年9月のリーマン・ショック以降、流動性が一挙に枯渇してしまった事態であった。極めて効率的で流動性が高いと思われていた欧米の短期金融市場で資金の出し手が事実上いなくなり、金融機関の間での資金のやり取りが停止してしまったのだ。

古典的な金融危機は、資産市場ではバブルの崩壊であり、貨幣市場では銀行への取り付けである。商業銀行システムは本来、預金を受け入れて原資とし、そこから自己の裁量で企業などに貸出を行う。要求払い預金の預金口座はそのまま支払い手段（内部貨幣）として機能するが、部分準備制のもとでは預金者の一斉の預金引出、つまり銀行への取り付けに民間銀行は対処できない。この意味で、銀行システムはつねに潜在的に流動性危機を孕んだものであるといえる。このような流動性危機に対処するものとして、19世紀に頻発したイギリスの金融恐慌や1930年代のアメリカの大恐慌の歴史的教訓のなかから生み出された制度が中央銀行の「最後の貸し手」機能や預金保険の仕組みである。

これに対して、影の銀行システムとは、1990年代以降アメリカで見られるようになった新しい形の金融仲介システムである。商業銀行システムに

18) すでに述べたように、このような意味で、ゲオルク・ジンメルは信頼を弱い帰納的知識であるという（『貨幣の哲学』）。有名なケインズの「美人投票」は、この信頼の原理を株式市場で巧みな比喩で説明したのである（『一般理論』第12章）。

における預金者の立場に対応するのが、影の銀行システムでは商業銀行自身・投資銀行・機関投資家（年金基金や保険会社）・各種のファンドである。短期資金のやり取りは、買い戻し条件付きで有価証券を売却する「レポ取引」の形をとるが、その実質は有価証券を担保にして短期資金を借り入れることと同じである。このようにして短期資金を借りる場合に、担保となる有価証券の価値から幾分差し引かれて資金が提供されるが、この差し引かれる掛け目をヘアカットと呼ぶ。平常時にはヘアカットはゼロ％であることが多いが、たとえば今回の金融危機の場合に2007年7月から翌年7月にかけてヘアカットはゼロ％から25％程度に上昇し、2008年9月のリーマン・ショック以降50％近くまではねあがった。これは事実上有価証券を担保として差し出すことが不可能であること、つまりレポ市場が機能停止したこと、流動性が枯渇したことを意味する。このように、影の銀行システムでは、金融危機はレポ市場の機能停止という形をとる。銀行への取り付けではなく、市場への取り付けといわれる所以である¹⁹⁾。

金融機関は、利潤獲得のために、長短の借入れを通じて、自己資本を大きく超える資産をもとうというインセンティブをもつが（レベレッジ）、短期借入をレポ取引に依存する場合には、レポ市場におけるヘアカットの急激な上昇は、それに対応するための資産の圧縮をもたらす（ディレベレッジ、つまりレベレッジの巻き戻し）。これは資産価格の暴落を通じて、金融危機をさらに深刻なものにする。この暴落のなかで、証券化の複雑なプロセス自体が担保証券の価値を不透明にしたという点も指摘されている²⁰⁾。

要約すれば、今回の金融危機は、住宅バブルの崩壊→サブプライム・ローンの債務不履行・住宅の差し押さえの急増→証券化市場の波乱→レポ市場の機能停止→社債・CP市場・銀行貸出への波及という経路をとったと考

19) この論点はゲリー・ゴートンの一連の論文で指摘された。論文は次の本に収録された。
G.B. Gorton, *Slapped by the Invisible Hand: the Panic of 2007*, Oxford Univ. Press, 2010

20) この点はよく強調される。たとえば *The Economist*, "Securitisation: When it goes wrong," 9.20, 2007.

えられる。資本市場から短期金融市場への危機の波及には、レポ市場で担保として差し出される証券が不良債権かどうかわからないという「伝染」の効果が与っている。つまり、信頼の崩壊によって信用供与システムが一挙に機能停止したわけだ。

2008年の金融危機

このように、2007年夏あたりから顕著になっていた住宅バブルの崩壊は、米国の金融システムの全体に波及して、2008年9月に激変を経験することになる。この月に、米国の直接金融システムの問題点——証券化、影の銀行システム、投資銀行、金融派生商品の相対売買、支払い手段としてのマネーマーケット・ファンド——がすべて露呈したのである。

証券化はもともと、金融資産を多くの投資家の判断に晒して、透明なプロセスのなかで客観的な価値評価を実現し、同時に信用リスク（貸倒リスク）の分散を狙ったものであるが、証券化のプロセスそのものの複雑さや金融仲介の重層化（オリジネーター、SPV、ブローカー、債券回収業者、保証会社、格付け機関等）によって逆に不透明になり、金融危機の際の伝染によって市場リスクが増幅してしまうという欠陥をもつ。さらに、証券化は銀行の貸付部門や住宅金融のノンバンクに、信用リスクを無視して手数料収入だけを追及するという歪んだインセンティブ構造を用意してしまうことになった。証券化に基づく直接金融システムの要にあった二つの政府支援企業（ファニー・メイとフレディ・マック）は9月7日に連邦政府の住宅金融局の公的管理下に入る。この二社は特に戸建住宅ローンの保証業務で、住宅バブル崩壊のために巨額の資本毀損を被ったからである²¹⁾。2010年8月の連邦住宅金融局の報告書によれば、最終的に1480億ドルの資

21) 2008年初めから2010年半ばまでに、戸建住宅ローン保証業務の損失1660億ドルを含めて、資本毀損の総額は2260億ドルに及ぶ。前掲FHFA報告書参照。

本注入がこの二社に行われた。

すでに説明したように、影の銀行システムが伝染や取付に無防備であることは、古典的な間接金融システム（商業銀行システム）と本質的に同じである。さらに、影の銀行システムの場合には、最後の貸し手機能や預金保険のような予防体制が未整備であった。連邦準備制度やその他の金融当局（連邦預金保険公社）は、いわば事後的に銀行に対する「最後の貸し手」機能や金融市場における「最後の買い手」機能を果たしたり、債務超過の場合には資本注入によって事実上の一時的国有化を行ったのである。たとえば、CP市場や政府支援企業の社債市場で最後の買い手としてコミットしたり、あるいは実際に買い支えたり、他方、最後の貸し手として、AIG、シティグループ、バンクオブアメリカ等の個々の金融機関に緊急融資を行った。TARP（不良債権救済プログラム）と称する総額7000億ドルの資金も、実際には不良債権の買い取り（支出総額142億ドル）よりも、大部分は銀行への資本注入に利用された（2450億ドル）。TARPのうち、800億ドルはGMとクライスラーの救済に用いられた²²⁾。

政府の規制から自由な投資銀行という業態は、金融危機の直前まではウォール街を象徴するものであり、米国の金融システムの活力と効率性を体现するものであったが、2008年9月までにかつての五大投資銀行のうち二つはメガバンクに吸収され（ベアスターンズはJPモルガン・チェースに、メリルリンチはバンクオブアメリカに）、一つは上述した「市場の取り付け」によって破綻して世界経済危機の引き金となり（リーマンブラザーズ）、残りの二つは投資銀行という業態を捨てて銀行持ち株会社となり、連邦準備制度の保護と規制のもとに入った（ゴールドマン・サックスとモルガン・スタンレイ）。新金融規制のボルカー・ルールのもとでは、預金銀行の投資銀行業務は制約されることになった。

22) 資産規模で全米7位の銀行であったワシントン・ミューチュアルは9月半ばに10日間ほどの取り付けに遭い、担当する監督官庁OTCに差し押さえられ預金保険公社の管理下に入ったが、その資産はJPモルガン・チェースに買い取られることになった。

AIGの流動性危機と連邦準備制度による緊急融資は、もともと信用デリバティブ（CDS）販売の際に担保として差し入れていた証券（CDO）の価格下落によって、AIGが追加担保を要求されたことから生じた。信用デリバティブの売買は、取引所を通じて標準化されて一定の透明が保証される形で行われたのではなく、第三者への情報開示を必要としない相対取引によっていた。このことから、金融危機の際に負債総額などの実態が把握できず、市場参加者の疑心暗鬼を生み、危機を深刻化させたことが指摘されている。巨額の信用デリバティブが生み出す外部性は、もはや契約自由の原則に固執することを許さず、取引所における透明な市場取引を要請するのである。

マネーマーケット・ファンドMMFとは、安全な短期金融市場（マネー・マーケット）に投資して投資収益を還元しながら、投資元本を事実上保証することによって、ファンドの持ち分に対して振り出される小切手を支払い手段として使用できるような投資信託である。これが元本割れを起こすと、経済の決済機能の一部に支障をきたすことになる。実際、リーマン破綻（2008年9月15日）の翌日には、リーマンのCPを保有していた大手のMMFが元本割れを起こし、さらにその翌日にはMMFから全体として1400億ドルほどが引き出された。一種の取り付けである。総額3.5兆ドル規模のMMFに対して、財務省と連邦準備制度はあわせて総額7000億ドルまで保証した。

このように、政府（財務省などの行政府と連邦準備制度等の金融当局）の緊急避難的な支援によって、辛くも金融システムの全面的機能停止が回避できたという事実は、政府の規制なしに機能する効率的な直接金融システムという神話が完全に霧散したことを意味する。

言い換えれば、多様な思惑やリスク態度をもつ投資家たちが金融市場に集い、債券売買を通じて効率的な情報交換と集合的な意思決定が行われ、その結果として社会的に見て好ましい資源配分が実現されるという現代経済学のストーリーには暗黙の前提があること、つまり最終審で国家が介入

して市場を支えるという前提があることが否定しがたい明瞭さで明らかにされたのである。

流動性の罫、国家への信頼

1870年代にイギリスの金融恐慌の教訓をもとに、ウォルター・バジョットが中央銀行の「最後の貸し手」機能の必要性を理論的に解明してから²³⁾、金融危機の際に中央銀行がとるべき方針は、歴史的教訓をもとに次第に整理されてきた。1930年代の大恐慌における預金保険制度の成立や1980年代以降の金融自由化の時代における早期是正措置や健全経営規制も、金融危機を予防したり、その拡大を食い止めるために導入されてきた制度である。

金融危機の際に定石となっている対応策は、次のように要約できるであろう。流動性不足に陥っている銀行への中央銀行による緊急融資（最後の貸し手）、中央銀行の貸出ファシリティや公開市場操作の拡充、債務超過が疑われるが破綻させることが不可能であるような銀行（いわゆるtoo big to fail）の差押えや財政資金を用いた資本注入と公的管理・不良債権の切り離し、政府の事実上の強制による民間銀行への吸収合併、民間銀行シンジケートによる救済等である。今回の危機でもこのような定石が用いられた。

しかし、2000年代初頭の日銀の新機軸である「量的緩和」や、今回の金融危機で連邦準備制度やイングランド銀行がとった「信用緩和」には、流動性の枯渇に対する緊急避難的な「最後の貸し手」機能と同時に、もう一つの狙いが込められている。それは「流動性の罫」への対策である。

量的緩和とは、長期国債などの買いオペによって民間銀行預け金（日本では日銀当座預金）に潤沢にベース・マネーを供給して銀行の流動性不足をあらかじめ解消すると同時に、銀行の貸出態度を変化させようとする政

23) ウォルター・バジョット『ロンバード街』岩波文庫、1941年。原著*Lombard Street*は1873年出版。

策である。信用緩和とは、特定の金融市場の機能停止を防ぐために、目標を定めて証券を買い入れる政策で、たとえば証券化の要となっていた政府支援企業が発行する社債やそれらの企業が保証する証券化商品（MBS）を連邦準備制度が買い入れるという方法である。CP市場でも連邦準備制度は「最後の買い手」として流動性の枯渇を防いだ。金融危機の渦中では、金融機関は取引相手の返済能力に関する懸念と自身の予備的貨幣需要の必要性に迫られて、資金の出し手となることを避けるようになる結果、貨幣市場で流動性危機、いわゆる流動性の枯渇が発生する。これに対して、中央銀行はその債務の面からベース・マネーを供給したり（量的緩和）、資産の面で証券の買い取り（信用緩和）を行なうわけだ。いずれにしても、中央銀行のバランス・シートは膨張することになる。事実、連邦準備制度のバランス・シートは、2008年第四四半期のうちに約1兆ドルから倍増し、2010年の8月には2.3兆ドルを超えた。バランス・シートの膨張のほとんどはMBS（住宅ローン担保証券）とエージェンシー債（ファニー・メイやフレディ・マックの社債）の買い取りによるものである²⁴⁾。

流動性の罠とは、流動性をもつことの利点（流動性プレミアム）に比して、実物投資や金融投資の収益性が著しく低いために、あるいは金融不安による信用リスクの懸念から、銀行貸出が振るわず、銀行部門に流動性が滞留することを意味する（流動性の滞留は、民間銀行の準備の積み上がりという形をとる場合もあるし、安全で流動性の高い国債への投資という形をとる場合もある）。流動性の罠に陥ると、量的緩和によって中央銀行が銀行部門にベース・マネーを供給しても、実体経済に効果を及ぼすことができず、金融政策はまったく無力となる。特に、量的緩和で長期的なデフレから脱出することはできないことは、1990年代以降の日本の金融政策が実証している。

24) Federal Reserve System, Monthly Report on Credit and Liquidity Programs and the Balance Sheet, Sep. 2010.

それでは、信用緩和はデフレ脱出のための有効な金融政策であろうか。現在、連邦準備制度が実行しているように、信用緩和によって特定の金融市場の下支えをすることができる。これは金融市場における信用を国家の信用に付け替えることを意味する。ごく最近、日本銀行も「包括的金融緩和政策」の一環として、小規模ながら上場投資信託（ETF）や不動産投資信託（REIT）への直接介入を始めた（2010年10月）。信用緩和では、原則的にはどのような資産も買い入れ対象に選ぶことができるし、無制限に買い入れることもできる。不換紙幣制度におけるベース・マネーは、形式的には中央銀行の債務ではあるが、実質的にはだれの債務でもないからだ（外部貨幣）。これは、信用緩和がデフレ脱却まで無制限に、大規模に行われるとすれば、中央銀行引き受けの国債発行によって財政支出や減税をファイナンスするという財政の最終的な禁じ手と基本的には同じであることを意味する。同時に、金融政策は財政政策へ収斂する。

「印刷機というテクノロジー」によってデフレ脱却は可能だとする、かつてのバーナンキの主張はこのような意味である²⁵⁾。しかしもちろん、この一見すると勇ましいヘリコプター・マネーの主張には、国家への信頼が崩壊して印刷機で刷った紙幣の価値がゼロになるかもしれないという深刻な恐怖がついて回る。金融市場の信用を国家への信用に置き換える、つまり民間経済内部の危うい信頼を国家への信頼で担保するという方法は、国家への信頼という捉え難いものをわれわれの意識と経済政策をめぐる議論の俎上に載せることを意味する。自立する市場という幻想を振り払えば、次に想像の共同体への信頼という危険な領域に入らざるを得ないのだ。

信頼原理の構造からして信頼の崩壊は予期しないときに生じる。真の危機は、国家に対する信頼が揺らいだ場合に生じるはずである。具体的には、財政赤字を中央銀行が「貨幣化」せずに、国債発行と財政拡大を続ければ、

25) Ben Bernanke, "Deflation: Making Sure 'It' Doesn't Happen Here," Speech before the National Economists Club, Washington, 11.22, 2002.

国債価格の暴落とキャピタル・フライト（資本の海外流出）のリスクが高まるであろう。逆に、中央銀行の国債引き受けが行われて、中央銀行のバランス・シートの膨張と悪化（不良債権の積み上がり）が続けば、制御できないインフレ期待と通貨制度の崩壊（たとえば、円からドルへの決済手段の転換）が生じるであろう。

バーナンキ流のヘリコプター・マネーやクルーグマン流のインフレ目標は、国家への信頼が操作可能だとする前提に立っている。しかし、1973年9月のチリのクーデターが示すように、制御できないインフレ、無力な経済政策、政治的対立の激化という組み合わせは、国家への不信が一挙に暴力的統治への願望に転換する可能性があることを示唆する²⁶⁾。国家への信頼の崩壊は最悪の形の国家の暴力を呼び起こすかもしれない。

結語——交換の自由と「情報の非対称性」を超えて

最後に、本稿の議論が市場に関する支配的な言説、つまりリベラリズムや現代経済学に対して、どのような意味を持ちうるかを考えてみよう。

たとえば、ロールズの正義論では、競争市場と生産手段の私的所有は、思想の自由や良心の自由や一夫一婦制度と並列されて、基本的な個人的権利を保証する「主要な社会制度」の例として挙げられている²⁷⁾。このような主要な社会制度は、正義の第一原理である「最大限の平等な自由」、あるいは「平等な基本的自由の完全に適切な体系への平等な権利」を構成するものとされている²⁸⁾。

ロールズの『正義論』や『ポリティカル・リベラリズム』のなかでは、競争市場や私的所有は当然視されて主題的に議論されていないが、本稿の

26) Juan Gabriel Valdes, *Pinochet's Economists: The Chicago School in Chile*, Cambridge Univ. Press, 1995.

27) 旧訳『正義論』紀伊国屋書店、1979年、6頁。

28) 旧訳『正義論』97頁、J. Rawls: *Political Liberalism* Columbia Univ. Press, 1993, p.291

意味での市場原理はロールズの議論全体を背後で支える統制原理となっている。それがもっとも明瞭に示されているのが、ロールズのいわゆる原初状態（オリジナル・ポジション）である。原初状態では、社会契約の当事者達は、相互の人格にまったく関心をもたない合理的なプレーヤーとして社会契約の会合に集い、「無知のベール」のもとで、つまり現世の諸条件に関する完全な情報遮断のもとに（しかし自分の合理性に関しては一片の疑いも持たず）正義の原理に関してコンセンサスを図るというわけだ。ロールズの原初状態とは、相互の無関心と情報縮減を特徴とする市場原理を社会契約論の伝統のうえに投影したものに他ならない。原初状態とはいわば究極の市場原理なのだ。

効用や基本財といった基本概念や帰結主義のような、ロールズにおける功利主義の残滓を厳しく批判するかのように見えるA.センの議論も、少しでも立ち入って検討してみれば、その発想と枠組みは現代経済学のもっとも神学的な部分（アロー・ドブルー型の一般均衡論、「厚生経済学の基本定理」）に全面的に依存していることが分かる²⁹⁾。一般均衡論の商品、商品空間と予算制約、効用最大化の諸概念は、センの枠組みではそれぞれ、権限、ケイパビリティの空間や集合、選択の自由に置き換えられ、「厚生経済学の基本定理」はロールズ流の「他人の自由を損なわない限りでの最大限の個人的自由」を保証する定理へと読み替えられる。センは市場の実態を考察しているのではなく、現代経済学の公理群をほんの少しかだけ拡張解釈して、誤った市場の規範理論（一般均衡論）を市場の記述モデルとして提出しているに過ぎないことに注意すべきである。

ロールズやセンは、市場や交換を自由・正義・公正（フェアネス）等の観点から正当化する。これに対して、19世紀イギリス功利主義の直系子孫である現代経済学は、市場原理を効率性の観点からのみ評価する。1950年

29) セン『貧困と飢餓』、岩波書店、2000年、『自由と経済開発』日経、2000年。特にA.Sen, "Markets and Freedom: Achievements and Limitations of the Market Mechanism in Promoting Individual Freedoms," *Oxford Economic Papers* 45 (1993), pp.519-541.

代の終わりまでに完成してしまう現代経済学の基本的市場観は、完全市場（完全競争・完全情報・市場の普遍性）の前提のうえに構築された³⁰⁾。このような一般均衡論に対して、1970年代以降、情報の非対称性の観点から理論的反省が行われた。実際の市場メカニズムでは、競争は完全ではないし、多くの個別市場で供給側と需要側がもつ情報は非対称的であり、理論的にはあってしかるべき市場取引の多くが実際には欠落している。1970年代に当時の若手の理論家たち（スティグリッツ、アカロフ、スペンス等）は、研究戦略として市場の失敗のなかでも特に情報の非対称性に注目したのである。

このように、現在支配的な市場に関する表の言説は、交換の公正（リベラリズムの視点）であるか、あるいは「市場メカニズムは効率的である」という原則を「市場の失敗」で部分的に修正するというストーリー（現代経済学）である。市場や交換の公正に対して、市場におけるマイクロ権力（交渉力の非対称性）³¹⁾と構造的暴力という視点を対置しなければならない（この論点は別稿で論じたい）。市場の失敗、特に情報の非対称性の論点に対して本稿が対置したのは、幻惑する市場という視点である。

情報の非対称性や市場の失敗という観点は、「効率的な市場メカニズム」という原則に対する例外に過ぎない。瞬時に市場に流布する公開情報が自由で公正な交換を保証する（あるいは保証するべきだ）というのは、リベラリズムや現代経済学のもっとも基本的な暗黙の公準である³²⁾。それに対して、幻惑する市場という視点は、市場原理そのものが情報の遮断・歪曲・操作や願望や幻想を生み出すことに注目する。

30) G. Debreu, *The Theory of Value*, Yale Univ. Press, 1959.

31) 竹田茂夫『思想としての経済学』第三章参照。

32) 「法と経済学」ではインサイダー取引規制の是非に関して、研究者の間に合意が成立していない。たとえば、効率的市場仮説の立場からはインサイダー取引を規制する理由はないし、規制すれば逆に市場の情報効率性を阻害するはずだという結論が従う。現行の規制は、自由で公正な交換という規範に基づいていると考えざるをえない。J. Boyle, *Shamans, Software, and Spleens*, Harvard Univ. Press, 1996 参照。

The Illusions of Markets

Shigeo TAKEDA

《Abstract》

It is often observed that large-scale Ponzi-schemes and fraudulent accounting practices come to light after the collapse of bubble economies. This paper holds that the tendency to illusions is inherent in market mechanism, since market transactions are exclusively concerned with the appearances of things to be traded, such as prices, usefulness, and profitability, abstracting from their inner substance. This theme is illustrated in terms of the recent IT bubble and the housing bubble in the US. Specifically, careful attention is paid to the mark-to-market practice in accounting in the Enron scandal and a number of market irregularities, such as sudden illiquidity in money markets and predatory lending in housing markets, which were associated with the housing bubble.